

把握高端产品放量机遇，研发实力铸就未来发展空间

——2022 年半年度业绩预告点评

核心观点

7月11日晚，中际旭创发布2022年半年度业绩预告。2022年上半年，公司预计实现归母净利润4.5-5.3亿元，相比去年同期增长32.03%-55.51%；扣除政府补助、投资收益等非经常损益后的净利润预计为4.0-4.8亿元，同比增长29.85%-55.82%。其中，苏州旭创作为公司的主要收入和利润贡献主体，实现单体净利润约5-6亿元（扣除股权激励费用影响前）。利润的主要影响为：1）受益于数据中心客户流量需求的增长以及资本开支的持续投入，客户加快部署高端产品带来的收入增加；2）随着400G和200G等高毛利率产品的出货比重增加以及产线良率及制费的持续优化，带来毛利率改善；3）汇率波动对收入及毛利率带来的正向影响。

- **数通市场：海外需求维持高位，国内增速回升。**2022年，受益于北美云厂商重点客户增加资本开支和批量部署400G与200G的机会，400G和200G仍为公司主力出货产品，海外市场出货量继续保持增长。同时，“东数西算”概念推出后国内数通市场需求有所回升，长期来看，国内物联网、自动驾驶等应用对于高速计算网络的需求一直存在，数通市场发展趋势十分明显。
- **领先优势进一步得到巩固，同时加大新产品投入。**根据Omdia报告显示，公司2021年全年市占率约为10%，排名全球第二，其中2021Q4公司市占率提升至12%，全年份额提升位居前十大厂商之首。同时，公司继续加快重点产品的市场化进度，以挖掘新的盈利增长点：800G产品已完成认证，400G硅光芯片良率持续提升，为量产做足准备；相干方面，400GZR和200GZR等产品已小批量出货；公司还进行了CPO关键技术的预研，并持续打造先进光子芯片产业化技术平台和2.5D、3D混合封装平台。

盈利预测与投资建议

- 考虑到2022年开始国内5G投资增速放缓，同时“东数西算”工程有望在2022年下半年逐步拉开序幕，我们预测公司22-24年每股收益为1.47/1.87/2.28元（原22-23年预测值为1.57/1.81元）。可比公司2022年PE为20倍，考虑到数通光模块市场需求日趋高端以及公司在其中的领头地位，我们参考可比公司估值给予公司10%估值溢价，即2022年22倍PE，对应目标价为32.34元，维持买入评级。

风险提示

- 云厂商资本支出不及预期；中美贸易摩擦加剧；产能建设进度不及预期

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,050	7,695	9,749.35	12,623.29	14,326.03
同比增长(%)	48.2%	9.2%	26.7%	29.5%	13.5%
营业利润(百万元)	990	963	1,289	1,640	1,991
同比增长(%)	71.7%	-2.7%	33.9%	27.2%	21.4%
归属母公司净利润(百万元)	865	877	1,177.52	1,498.35	1,819.36
同比增长(%)	68.6%	1.3%	34.3%	27.2%	21.4%
每股收益(元)	1.08	1.10	1.47	1.87	2.28
毛利率(%)	25.4%	25.6%	26.6%	26.7%	27.1%
净利率(%)	12.3%	11.4%	12.1%	11.9%	12.7%
净资产收益率(%)	11.7%	9.1%	9.8%	11.4%	12.5%
市盈率	27.0	26.6	19.8	15.6	12.8
市净率	3.0	2.0	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年07月12日）	29.18元
目标价格	32.34元
52周最高价/最低价	45.05/28.24元
总股本/流通A股（万股）	79,966/74,704
A股市值（百万元）	23,334
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2022年07月13日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.08	-12.85	-2.02	-24.42
相对表现	-0.47	-8.44	0.21	-0.18
沪深300	-4.61	-4.41	-2.23	-24.24



证券分析师

张颖 021-63325888*6085
zhangying1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514090001
香港证监会牌照：BRW773

联系人

王婉婷 wangwanting@orientsec.com.cn
周天恩 zhoutianen@orientsec.com.cn

相关报告

国内外高端光模块部署提升，公司营收持续增长	2022-02-09
三季度业绩小幅增长，产能持续扩张&研发投入加大拓宽公司成长空间	2021-11-04
上半年业绩整体平稳，产能持续扩张打开成长空间	2021-08-28

表 1：可比公司估值表（数据截止到 2022.7.12 收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率(元)			
		2022/7/12	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
新易盛	300502	22.15	1.31	1.58	1.96	2.34	16.97	14.00	11.31	9.46
太辰光	300570	14.41	0.31	0.59	0.72	0.83	46.19	24.42	20.01	17.29
天孚通信	300394	22.95	0.78	1.07	1.37	1.71	29.42	21.48	16.78	13.44
光迅科技	002281	17.20	0.81	0.94	1.08	1.21	21.21	18.30	15.91	14.19
博创科技	300548	17.55	0.62	0.85	1.08	1.37	28.27	20.57	16.21	12.81
调整后平均							26.00	20.00	16.00	13.00

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 2：中际旭创及可比公司盈利增速对比

	2022-2024 年净利润 CAGR
新易盛	21.5%
太辰光	19.1%
天孚通信	26.6%
光迅科技	13.6%
博创科技	26.7%
平均	21.5%
中际旭创	24.3%

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：中际旭创的营收及利润增速根据我们财务模型的预测值测算，其余数据均根据朝阳永续一致预期测算得到。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,679	3,515	4,046	3,762	4,567	营业收入	7,050	7,695	9,749	12,623	14,326
应收票据、账款及款项融资	1,965	2,175	2,309	2,990	3,393	营业成本	5,257	5,727	7,157	9,259	10,450
预付账款	40	72	94	121	138	营业税金及附加	22	21	27	34	39
存货	3,774	3,799	5,010	6,481	7,315	营业费用	107	73	93	142	151
其他	522	461	150	150	150	管理费用及研发费用	877	975	1,239	1,592	1,727
流动资产合计	7,982	10,022	11,608	13,504	15,562	财务费用	64	84	100	110	125
长期股权投资	433	530	530	530	530	资产、信用减值损失	72	93	84	89	87
固定资产	2,726	3,152	3,633	3,979	4,278	公允价值变动收益	7	58	58	58	58
在建工程	49	132	85	77	73	投资净收益	228	85	85	85	85
无形资产	360	382	391	378	344	其他	102	97	95	100	100
其他	2,065	2,346	2,303	2,299	2,296	营业利润	990	963	1,289	1,640	1,991
非流动资产合计	5,634	6,543	6,941	7,263	7,520	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	13,616	16,565	18,549	20,767	23,082	营业外支出	3	4	0	0	0
短期借款	1,041	794	923	1,170	1,515	利润总额	987	960	1,289	1,640	1,991
应付票据及应付账款	1,670	1,441	2,156	2,789	3,147	所得税	111	73	99	125	152
其他	1,061	931	1,049	1,087	1,132	净利润	876	886	1,190	1,515	1,839
流动负债合计	3,772	3,166	4,128	5,046	5,795	少数股东损益	11	10	13	16	20
长期借款	1,430	1,262	1,262	1,262	1,262	归属于母公司净利润	865	877	1,178	1,498	1,819
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.08	1.10	1.47	1.87	2.28
其他	420	534	534	534	534						
非流动负债合计	1,850	1,796	1,796	1,796	1,796	主要财务比率					
负债合计	5,622	4,962	5,924	6,842	7,591		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	104	114	127	143	163	成长能力					
实收资本(或股本)	713	800	800	800	800	营业收入	48.2%	9.2%	26.7%	29.5%	13.5%
资本公积	5,056	7,792	7,800	7,800	7,800	营业利润	71.7%	-2.7%	33.9%	27.2%	21.4%
留存收益	2,126	2,917	3,918	5,203	6,749	归属于母公司净利润	68.6%	1.3%	34.3%	27.2%	21.4%
其他	(6)	(20)	(20)	(20)	(20)	获利能力					
股东权益合计	7,993	11,603	12,625	13,925	15,492	毛利率	25.4%	25.6%	26.6%	26.7%	27.1%
负债和股东权益总计	13,616	16,565	18,549	20,767	23,082	净利率	12.3%	11.4%	12.1%	11.9%	12.7%
						ROE	11.7%	9.1%	9.8%	11.4%	12.5%
						ROIC	9.8%	7.7%	8.7%	10.0%	11.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	41.3%	30.0%	31.9%	32.9%	32.9%
净利润	876	886	1,190	1,515	1,839	净负债率	14.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	325	256	351	418	483	流动比率	2.12	3.17	2.81	2.68	2.69
财务费用	64	84	100	110	125	速动比率	1.08	1.90	1.54	1.33	1.36
投资损失	(228)	(85)	(85)	(85)	(85)	营运能力					
营运资金变动	(1,520)	(1,006)	(287)	(1,590)	(895)	应收账款周转率	5.3	4.3	4.7	5.1	4.8
其它	504	678	46	24	(11)	存货周转率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.4
经营活动现金流	22	813	1,314	390	1,454	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(994)	(641)	(789)	(740)	(740)	每股指标(元)					
长期投资	(207)	(97)	0	0	0	每股收益	1.08	1.10	1.47	1.87	2.28
其他	329	(481)	145	143	143	每股经营现金流	0.03	1.02	1.64	0.49	1.82
投资活动现金流	(873)	(1,219)	(643)	(597)	(597)	每股净资产	9.87	14.37	15.63	17.23	19.17
债权融资	1,040	(31)	0	0	0	估值比率					
股权融资	166	2,823	7	0	0	市盈率	27.0	26.6	19.8	15.6	12.8
其他	93	(527)	(146)	(77)	(52)	市净率	3.0	2.0	1.9	1.7	1.5
筹资活动现金流	1,300	2,264	(139)	(77)	(52)	EV/EBITDA	15.6	16.5	12.3	9.9	8.3
汇率变动影响	(37)	(17)	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.4	20.5	15.5	12.3	10.1
现金净增加额	412	1,841	531	(284)	805						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn